

Minsky Haklı mıydı: 2008 Küresel Ekonomik Krizi Bağlamında Bir Analiz

Doç. Dr. Muhammed Veysel KAYA

Kırıkkale Üniversitesi

İİBF

İktisat Bölümü

mveyselkaya@yahoo.com

Öğr. Gör. Hasan Önder SARIDOĞAN

Bozok Üniversitesi

Sorgun MYO

Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Programı

onder.saridogan@bozok.edu.tr

Özet

Bu çalışmada bir Post-Keynesyen iktisatçı olarak tanımlanan Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Teorisi ve 2008 yılında ABD'de başlayıp tüm dünyayı etkileyen küresel kriz ilişkisi açıklanmaya çalışılmıştır. Minsky, kapitalist ekonomilerde finansal sistemlerin kar elde etme arzusu ile spekülasyon saldırılarına karşı savunmasız olduğunu ve bu saldırılar yeterince kalıcı olduğu takdirde bunların krizlerle sonuçlanmasının kaçınılmaz olduğunu söylemiştir. Minsky finansal sistemde yaşanan dengesizliklerin uygun para politikaları ile etkilerinin giderilebileceğini belirtmiştir. Ancak ekonomik birimlerin para kazanma hırsı krizlerin engellenmesi altında yatan en büyük etkenlerden biri olmuştur. Minsky, 1996'daki vefatından önce, mevcut kapitalizm sisteminin çok yakında küresel ölçekte bir krizle karşılaşacağını söylemiştir. 2008'de yaşanan ve etkileri devam eden küresel krizin hem finansal, hem de reel kesim üzerinde yıkıcı etkileri olmuştur. Bu kriz bizlere, Minsky'nin öngörüsünün ne kadar haklı olduğunu göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Kriz, Minsky, Kapitalizm, Finansal İstikrarsızlık.

Was Minsky Right: An Analysis In The Context of The 2008 Global Economic Crisis

Abstract

In this study, we tried to analyse the relation between the theory of financial instability of post-Keynesian economist Hyman Minsky and the global crisis starting in 2008 in the United States ,and then covered the entire world. Minsky defended that the financial system of the capitalist economy is vulnerable to speculative attack with its desire of profit, and added if these attacks are persistent enough, result of the crisis will be inevitable. Minsky noted that with appropriate monetary policy the impact of the instability experienced in the financial system can be resolved. However, the greed to earn money for economic agents has been one of the biggest obstacle underlying the prevention of crisis. Minsky, before his death in 1996, said the present capitalist system will soon encounter a crisis on a global scale. The global financial crisis experienced in 2008 and the ongoing effects of it, has many devastating impacts on the real sector. This crisis has shown us how right Minsky's prediction was.

Keywords: Crisis, Minsky, Capitalism, Financial Instability.

JEL Classification Code: G01, E12, P1

GİRİŞ

Ekonomilerin reel üretim hacminde meydana gelen inişler ve çıkışların oluşturduğu görünüme konjonktür dalgaları adı verilmektedir. Başka bir deyişle konjonktür dalgaları, toplam ekonomik faaliyetlerde ortaya çıkan dalgalanmalardır. Ekonomilerde görülen bu tür dalgalanmaları açıklamak üzere çok sayıda kuram geliştirilmiştir. Bu sınıflandırmalardan birisi içsel ve dışsal kuramlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Dışsal konjonktür kuramları, konjonktürel dalgalanmaların açıklayıcı nedeni olarak ekonominin işleyen düzeni dışında ortaya çıkan unsurları temel alırken, içsel konjonktür kuramları konjonktürel dalgalanmaları ekonominin iç dinamiklerinden bağımsız olan değişkenler aracılığıyla açıklamaktadır. İçsel konjonktür kuramların en önemlilerinden biri Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'dir.

Hyman Minsky, ekonomilerde görülen istikrarsızlık sorununun temel nedenini, yatırımcıların finansal sistemden büyük oranlarda borçlanarak yatırım yapmaları olarak görmektedir. Yatırımcılar yeterli kaynakları bulunmasa dahi kar fırsatlarını kaçırmamak için finansal piyasalardan borçlanmaya yönelmektedirler. Bundan dolayı ülke ekonomileri başlangıçta borçlanma ile meydana gelen yatırım artışı ve bununla ilgili bir genişleme dönemi yaşarken, ardından aşırı borçlanmadan dolayı yaşanan geri ödeme sorunları ve daralma aşamasını yaşamaktadır. Minsky analizini, gelişmiş bir finansal sistemin yer aldığı gelişmiş ekonomilere ilişkin gözlemleri çerçevesinde oluşturmuştur. 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin gelişmiş ülke piyasalarında başlayarak dünya geneline yayıldığını düşünürsek, Minsky'nin görüşlerinin ne derece önemli olduğunu gözlemleyebiliriz.

Çalışmada, Minsky'nin Post-Keynesyen bir düşünür olması sebebiyle öncelikle Post-Keynesyen iktisadın genel teorik çerçevesi baz alınarak finansal kırılganlık açıklanmaya çalışılmış, sonra Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi incelenmiş ve son olarak 2007 yılında ABD'de başlayan küresel ekonomik krizi, Minsky'nin finansal istikrarsızlık teorisi bağlamında açıklanmaya çalışılmıştır.

1. Finansal Kırılganlığa Post-Keynesyen Bakış

Post Keynesyen iktisadın temelini Keynes ve onun çağdaşlarında yattığı, dolayısıyla ana dayanak noktasının Keynes'in 1936 yılında yayımladığı *İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi* adlı kitabı olduğu söylenebilir (Davidson, 2011:1).

Post-Keynesyen iktisatçılar ile ana akım Klasik iktisatçılar arasındaki temel farklılıklardan ilki paranın ekonomideki rolüne ilişkindir. Keynes, Klasik gelenekten farklı olarak, paranın değer saklama özelliği üzerinde durmuştur. Paranın değer saklama özelliği, iktisadi karar birimleri tarafından gelecek hakkındaki belirsizlik faktöründen kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, belirsizlik faktörü, iktisadi karar birimlerini anında kullanabilecekleri bir varlık olarak para tutmaya yöneltmektedir (Fontana, 2006:451). Keynesyenler için, para ve parasal sözleşmeler kapitalist sistemin ayrılmaz parçalarıdır. Dolayısıyla bu akıma dâhil iktisatçılar analizlerinde para piyasalarına özel bir önem vermiş, bu piyasaları ekonomik sistemin merkezi olarak kabul etmiştir. Çünkü para-finans piyasalarında meydana gelen sorunlar, zaman içerisinde tüm ekonominin genelinde kendisini hissettirmektedir (Smithin, 2003:3).

Post Keynesyenler, ekonomideki belirsizliği ergodik olmayan bir süreç olarak tanımlamışlardır. Diğer bir ifadeyle, geçmiş gözlemler, şimdiki veya gelecekteki olaylar ile ilgili olarak tam bilgi üretmez ve olayların şimdiki gözlemleri de gelecek zamanla ilgili istatistiksel olarak hiçbir güvenilir tahmin sağlayamaz. Belirsizliğin kaçınılmaz olduğu bir dünyada ise, iktisadi olaylar belirsizlik olgusu altında gerçekleşmektedir. Belirsizlik yaşadığımız gerçek dünyaya özgüdür ve bundan dolayı Post Keynesyen analizin temel unsurlarından biridir (Davidson, 1991:132-133). Keynes ve Post Keynesyen iktisatçılar belirsizlik, para ve talep arasında güçlü bir bağ olduğunu ileri sürerler. Şöyle ki, ekonomide belirsizlik arttığında, tüketici birimler bugünkü taleplerini erteleyebilirler. Azalan tüketim harcamaları para talebinin artmasına ve mal talebinde bir azalmaya neden olur (Filho ve Conceição, 2005: 580-581). Bu durum reel ekonomide çeşitli sorunları beraberinde getirir.

Klasik iktisatçılar ile Keynesyen iktisatçılar talebin ekonomideki rolü üzerinde de ayrıma düşmüşlerdir. Klasikler ekonomide arz yönlü bir analize yönelmişken, Post-Keynesyenler genel anlamda ekonomiyi yönlendiren ana etmenin talep olduğunu düşünürler. Toplam talep, gelir bölüşümü, belirsizlik, psikolojik etmenler gibi bazı önemli değişkenlerden etkilenir. Ayrıca işsizlik ve istihdam düzeyini belirler, devletin bütçe ve ticaret açığı hacmini de etkiler. Post Keynesyenler için efektif talebin yol açtığı iktisadi etkiler anahtar kavramlar konumuna gelmişlerdir (Ballard, 1995:325). Keynes'in ekonomik analiz yöntemini benimseyen, ancak kurumsal yapı ve tarihsel zaman kavramlarının da önemini vurgulayan ve klasik iktisat geleneğinden de etkilenecek ekonomiyi analiz eden Post Keynesyen iktisatçılar, konjonktürel dalgalanmaların ekonominin kendi yapısından kaynaklandığını öne sürmüşlerdir.

Post-Keynesyen düşüncüyü etkileyen önemli iktisatçılardan birisi de Michael Kalecki¹'dir. Kalecki'nin iş çevrimleri analizi farklı sınıf ve sektörler arasındaki etkileşim ve mücadeleye dayanmaktadır. Beklentiler ekonomiyi işlerlik kazandıran yatırım harcamalarını yönlendirmekte, ama beklentilerde meydana gelen değişimler de potansiyel istikrarsızlıkları üretmektedir (Holt and Presmann, 2001:3). Kalecki, analizinde monopol piyasa yaklaşımı, fiyatların değişmezliği, monopolde mark-up fiyatlama ve reel ücretlerin piyasadaki fiyat artışına rağmen değişmemesi konularında çalışmalar yapmıştır (Lee, 1999:153) ve Post Keynesyen ekonominin temelini oluşturulmasında ve Post Keynesyen paradigmasının geliştirilmesinde önemli katkıları olmuştur.

Post Keynesyen iktisada katkı yapan bir diğer iktisatçı Hyman Minsky'dir. Finansal istikrarsızlığı sermaye ve finansal varlıkların fiyatlarındaki ani değişiklikler olarak tanımlayan Hyman Minsky, geleneksel yaklaşımın tersine, konjonktürel dalgalanmaları ve ekonomideki istikrarsızlığı, gelişmiş finansal kurumların yer aldığı karmaşık yapıli sistemlerdeki kişisel çıkar davranışlarının doğal ve ayrılmaz bir parçası olarak ele almıştır (Ferri and Minsky, 1991:4). Minsky bu çalışmasını Post Keynesyen iktisat okulunun genel teorik çerçevesine oturarak geliştirmiş ve günümüzde finansal krizlerin oluşum sürecini ve çözüm önerilerini sıralamıştır.

2. Hyman Minsky ve Finansal Dalgalanmalar

Finansal sistemin istikrarlılığı, yatırım harcamalarının istikrarına dolayısıyla ekonomik büyüme, istihdam gibi makroekonomik verilerde iyileşmeye işaret eder. Finansal istikrar, finansal sektörün kaynaklarını etkin bölüştürme, riskleri azaltarak fırsata dönüştürme ve menkul kıymet işlem ve ödemelerini sağlam bir şekilde yerine getirme yeteneğini ifade eder. İstikrarlı bir finansal sistem ekonomik dalgalanmaların meydana geldiği zamanlarda bile bu işlevlerini yerine getirir. Bu yüzden finansal istikrar, şoklara karşı direnç düzeyini gösterir. İstikrarlı finansal sistemler, kaynak temini, belirsizliğin azalması gibi pozitif dışsallıklar ile reel ekonomiyi katkı sağlarken; istikrarsız finansal sistemler, negatif dışsallığa, ekonomik krizlere ve yüksek finansal maliyetlere neden olur (Weber, 2008, 3).

Kapitalist sistemlerde finansal ilişkiler temel oluşumların başında gelmektedir. Ekonomide hane halkları, firmalar ve kamu arasındaki parasal akımlar temel finansal ilişkileri meydana getirir. Kar amacı ile yola çıkan girişimciler, üretim sürecini başlatmak için bankalardan veya diğer finansal kurumlardan kaynak yani kredi talebinde bulunurlar. Üretim sonucu elde edilen malların satışından sağladıkları getiriler ile banka veya finansal araçlara kredi geri ödemelerini gerçekleştirirler. Kredilerin ödenmesi süreci ekonomideki ikinci parasal akımın oluşmasına neden olur. Kredi bahsine konu olan bu birimler arasındaki ilişkiler sistemin performansını ve sermaye birikimini belirler. Sermaye birikimini sağlayan bu dinamik ilişkiler aynı zamanda kırılganlığın ve dalgalanmaların da temel kaynağıdır (Minsky, 1992: 3-8).

Hyman Minsky'nin çalışmalarının odak noktası, kapitalist ekonomilerin 1929 Büyük Dünya Buhranına kadar çeşitli derecelerde krizlere maruz kalırken İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra neden 1929 bunalımı tarzı derin bir bunalım yaşamadığını açıklamaktır. Minsky 'ye göre, bunun temel nedeni, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı sonrasında devletin ekonomi içindeki ağırlığının artmasıdır. Kapitalizm 1930'lu yıllardan sonra gerek krizin etkilerinden kurtulmak gerekse de savaş döneminin yol açtığı hasarları düzeltmek amacıyla giderek daha müdahaleci bir yapıya bürünmüştür. Minsky, 1929 Dünya Ekonomik Krizi'nden beri kurumsal evrimdeki değişmelere paralel bir şekilde iktisat politikalarındaki değişiklikleri ve bu değişikliklerin neden olduğu sonuçlar üzerinde yoğunlaşarak, kapitalizmin istikrarsızlıklarını ortadan kaldıracak ya da etkisini azaltacak politika önerilerinde bulunmayı amaçlamıştır (Minsky, 1982: 16).

Minsky, devlet kurumlarının ekonomi üzerinde daha fazla söz sahibi olmasını Büyük Devlet, o dönemde ortaya çıkan önemli bir kurumsal farklılık yaratan merkez bankasını Büyük Banka olarak tanımlamıştır. Büyük devlet mal fiyatlarına taban ve tavan koyarak talebin dalgalanmasını kısıtlamaya çalışırken, büyük bankada finansal ürünler üzerinde taban ve tavan fiyat belirleyerek finansal sistemde

¹ Kalecki, Keynes'ten bağımsız ve habersiz olarak talebin rolüne ağırlık veren iş çevrimleri teorisini geliştirmiştir. Ancak yaptığı çalışmalar ana dili Lehçe olduğundan yapıldığı sırada keşfedilememiş ve Keynes kadar ön plana çıkmamıştır.

istikrarsızlığı ortadan kaldırmaya çalışmaktadır. Bütün bu çabalara rağmen ekonomi doğası gereği istikrarsız olmaktadır (Minsky, 1996: 4).

3.Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Hyman Minsky' nin çalışmaları, modern kapitalist ekonominin doğası gereği var olan istikrarsızlık ile ilgili anlayışımızı zenginleştirmiş ve yeni nesil iktisatçıların teorik yaklaşımlarına ve John Maynard Keynes'in iktisat literatürüne katkılarını göstermede yardımcı olmuştur (Crotty, 1990: 10). Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Keynes'in kapitalist ekonomide yatırım harcamalarının ve kapitalist büyüme sürecinin potansiyel istikrarsızlığı söylemine dayanmaktadır. Minsky'nin Keynes bakış açısına göre, kapitalist sistem doğası gereği istikrarsızdır ve kapitalizmin bu özelliği, özel yatırım harcamalarının istikrarsızlığından kaynaklanmaktadır (Dymski ve Pollin, 1992: 36).

Finansal İstikrarsızlık Hipotezi hem ampirik hem de teorik bir bakış açısına sahip olan bir bütündür. Hipotezin ampirik yönü ile ifade edilmek istenen durum kapitalist ekonomilerin zaman zaman karşılaştıkları enflasyon ve borç deflasyonu dönemlerine girerek, kolayca kontrolden çıkma potansiyeline sahip olduğudur. Ekonomi teorisi olarak Finansal Kırılganlık Hipotezi Keynesyen Genel Teori'nin esaslarına dayanan bir yorum içermektedir ve bu yorum Genel Teori'yi tarihi bir zemine oturtmaktadır (Minsky, 1992:1).

Minsky, yatırım kararlarının alınmasına ilişkin süreci, ikili fiyat sistemi yaklaşımı ile açıklamaktadır. Minsky'e (1993:9) göre kapitalist bir ekonomide mevcut sermaye mallarının ve finansal varlıkların fiyatı ile nihai malların fiyatı birbirinden farklı olarak belirlenmektedir. Bu şekilde toplam talebi tüketim ve yatırım olarak iki kısma ayıran, fakat tek bir toplam fiyat düzeyi varsayan görüşlere bir alternatif sunulmuştur. İkili fiyat sisteminden birincisi, yatırım, tüketim, kamu harcamaları ve net ihracatı içeren cari üretim fiyatıdır. Bu fiyat türü üretim ve emek piyasasındaki koşullar tarafından belirlenir ve maliyetlere mark-up oranı eklenerek oluşturulur yani cari üretimin fiyatı, emek ve ham madde maliyetlerinin üzerine bir kar marjı eklenerek elde edilir. İkincisi, varlık fiyat sistemidir. Bu fiyat, sermaye malları piyasasının ve finansal piyasaların arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Varlıklar, hisse senedi, tahvil gibi finansal varlıklar ile sermaye varlıklarını içerir. Varlık fiyatları, finansal sistem içerisinde gerçekleşen değişikliklere ani tepkiler verir; cari üretim fiyatları ise reel piyasa sistemine bağlı olarak şekillenir. Bu yüzden cari üretim fiyatları üzerindeki ani değişimler çok daha azdır.

Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'ne göre iktisadi sorunlardan bir tanesi ekonominin sermaye gelişimi ve kapitalist sistemin karmaşık finansal sistemidir. Minsky kapitalist bir ekonominin, kapital gelişimini tanımlamak için gelecekteki para ve bugünkü para kavramlarını kullanmaktadır. Bugünkü para yatırım mallarının üretiminde kullanılan kaynaklara gitmektedir, gelecekteki para ise sermaye sahiplerinin üretim sonucu elde edecekleri kârları ifade etmektedir. Yatırımların borç ile finanse edilmesi, sermaye sahiplerini belli şartlar altında belli bir ödeme yükümlülüğü altına sokar. Yatırım yapmak için sağlanan bu finansmanın büyük bir kısmı, borç verenle borç alan arasındaki garantileri sağlayan, finansal bankacılık sistemi aracılığıyla gerçekleşir. Reel sektör ile finansal sektör arasındaki bu kesişme noktası modern ekonominin belirgin özelliklerinden birini oluşturmuştur (Minsky, 1992:2-3).

Reel sektörde gerçekleştirilecek yatırımların finansmanını sağlayacak uygun finansal kaynakların sistem içinde bulunmasında kullanılan yöntem ekonominin bir istikrarsızlık dönemine girip girmeyeceğinin bir belirleyicisi olacaktır. Minsky'e göre ekonomik birimler için hedge finansman, spekülasyon finansman ve ponzi finansman olmak üzere üç tür finansman davranışı tanımlanabilir.

Hedge finansman birimleri, borç sözleşmelerinde yer alan geri ödeme yükümlülüklerini kendi nakit akışları ile sağlayabilen birimlerdir. Bu tür birimlerin tüm dönemlerinde nakit gelirleri nakit ödeme yükümlülüklerinden fazladır. Dolayısıyla bu açıdan hedge finansman türü güvenli bir finansman yapısına işaret eder. Çünkü firmanın üretim faaliyetleri sonucu elde ettiği gelirler, hem yakın dönem hem de uzun dönem yükümlülüklerini yerine getirecek kadar yüksektir. Bu açıdan firmanın hem kısa hem de uzun dönemde bir nakit problemiyle karşı karşıya kalmayacağı söylenebilir. Ekonomideki firmaların yoğun olarak bu finansman türünü benimsemesi durumunda ekonominin de istikrarlı bir seyir izleyeceği varsayılır. Çünkü hedge finansman birimleri, gelirleri yükümlülüklerinden daha fazla

olduğu için finansal piyasalardaki olumsuzluklara doğrudan duyarlı değildir (Dymski ve Pollin, 1992: 39, Bocutoğlu, 2010: 16).

Spekülatif finansman türünde, firmanın varlıklarından beklenen nakit akışları borçlarının faizlerini karşılamaktayken, anapara ödemelerinin gerisinde kalmaktadır. Dolayısıyla firmalar borçlarının anapara ödemelerini yapabilmek için yeniden borçlanmak durumunda kalabilirler. Bu tür finansmanı tercih eden firmalar, reel kesimde ki koşulların yanı sıra, borçlanmak için başvuracakları finansal piyasalardaki koşullardan da etkilenebilirler. Spekülatif finansman türünü seçen firmaların borçları gelir hesaplarından karşılandığından yükümlülüklerinin vadesini uzatmak isterler. Finansal sektörün normal işleyişi, firmaların konumlarını korumaları açısından önemlidir. Faizlerin yükselmesi, banka ve finans kurumlarının iflası, enflasyondaki bozulmalar bu konumdaki firmaları olumsuz etkiler (Dymski ve Pollin, 1992: 38-39).

Ponzi² finansman türünde firmalar elde edecekleri nakit gelirleri ile borçlarının faizlerini bile ödemeyecek durumdadır. Özellikle uzun vadeli yatırımlara girişen bu tür firmalar sürekli olarak borç almak zorunda kalırlar, dolayısıyla finansal piyasalardaki koşullara son derece duyarlı hale gelirler. Bu tür firmalar borçlarını ödeyebilmek için ya varlıklarını satmaları ya da, yeniden borçlanmaları gerekmektedir. Ponzi durumunda olan bir firmanın öz sermayesi düşerken, ödenecek borç yükümlülükleri artar yani borç/öz sermaye oranı (finansal kaldıraç oranı) yükselir (Bocutoğlu, 2010: 16).

Ekonominin genelindeki finansal kırılganlık düzeyini, yukarıda bahsedilen finansman türlerinin kullanımı yoluyla ölçmek mümkün olabilmektedir. Eğer sistemde Hedge finansman türü yoğun olarak kullanılıyorsa, ekonomi denge arayan ve dengeyi sürdüren bir konumda olur ve finansal kırılganlık düzeyinin düşük olduğu söylenebilir. Tersine spekülatif ve ponzi finansman yönteminin egemenliği varsa, ekonominin dengeden sapma ihtimali yükselir. Minsky 'ye göre kapitalist ekonomideki firmalar başlangıçta yoğun olarak hedge finansman türünü benimserler. Ancak ekonomideki içsel dinamiklerin bir sonucu olarak Hedge finansman türü giderek spekülatif ve ponzi finansman türlerine dönüşebilir. Yani istikrarlı bir ekonomiden zamanla istikrarsız bir ekonomiye evrilme vardır. Finansal İstikrar Hipotezi'ne göre, kapitalist bir ekonomide sağlam finansal yapıların zamanla kırılgan finansal yapılara dönüşmesi kaçınılmazdır (Minsky, 1992: 7-8).

4. Minsky'nin Öngörüsü ve 2008 Küresel Ekonomik Krizi

2008 yılının ilk çeyreğinde ABD'deki konut (mortgage) piyasasında ortaya çıkan ve daha sonra alanını genişleterek reel piyasaları da etkisi altına alan ve bütün dünyaya yayılan büyük finansal kriz, kapitalizmin kendiliğinden istikrar sağlayıcı bir role sahip olduğu yolundaki neo-liberal görüşe karşı duyulan güveni sarsmıştır. Minsky'nin finansal piyasaların krizlerin temel nedeni olduğu ve istikrarlılığın istikrarsızlığı yarattığı görüşü tekrar gündeme gelmiştir.

Minsky, 1950'li yılların ardından yaşanan göreceli istikrarın, finansal kapitalizmin gelişmesine yol açtığını ileri sürmüştür. 2008 yılında ABD'de finansal krize yol açan konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesindeki patlamayı 1987'de yazdığı bir makalesinde tahmin etmiştir. Minsky, gerçekten de, söz konusu menkul kıymetleştirmenin, yani kaynak ve dağıtım modelinin, gerçek potansiyelini anlayan birkaç yorumcudan biri olmuştur. Bankalar emlak ipotekleri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, ihracat kredileri gibi borç türlerini ellerinde tutmak yerine, borçları menkul kıymetleştirerek pension ve hedge fonları olarak yatırımcılara satmışlardı. 2000-2006 yılları arasında ABD'de bireyler menkul kıymetleştirme sayesinde ödeme gücünden daha fazla bir şekilde borçlanmışlardı. Mortgage kredilerinin yaratacağı etki sadece krediyi veren banka ile borçlu arasında kalmaktayken, bu sistem ile riskin bir kurumdan diğer kuruma aktarılması sağlanmıştır. 2008 ortalarında bu piyasaların birçoğu, beklenenden çok yüksek seviyede borçların geri ödenememesi olgusu ile yüz yüze gelmiştir. Neticede mortgage kredileri menkul kıymetleştirilerek, finansal sistem tabana yayılmış ve burada yaşanan geri ödeme sorunları sonucu küresel ölçekte bir tahribatın önü açılmıştır (Bocutoğlu, 2010: 22).

² Ponzi kavramının isim babası, 1882-1949 yılları arasında yaşamış ve ABD tarihinin en büyük dolandırıcılarından biri olmayı başarmış İtalyan asıllı göçmen Charles Ponzi'dir. Ponzi saadet zinciri yöntemi ile müşterilerine cazip hızlı para kazanma önerileri ve 90 günde paralarını ikiye katlama vaadiyle kandırarak 17.000 kişiyi mağdur etmiştir.

Tablo 1: 2007-2014 Yılları Arasında Seçilmiş Bazı Ülkelerde Büyüme Oranları (%)

Ülke	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dünya	5,2	3,0	-0,7	5,3	3,9	3,2	3,4	3,4
ABD	2,0	1,1	-3,5	3,0	1,7	2,8	2,2	2,4
Almanya	2,5	1,3	-5,1	3,6	3,1	0,9	0,2	1,6
Fransa	2,1	0,7	-2,6	1,4	1,7	0,0	0,3	0,4
İtalya	1,6	-1,0	-5,2	1,3	0,4	-2,4	-1,7	-0,4
İspanya	3,7	1,2	-3,7	-0,1	0,7	-1,6	-1,2	1,4
Japonya	2,4	-0,6	-6,3	4,0	-0,7	1,4	1,6	-0,1
İngiltere	3,0	0,7	-4,9	1,4	0,7	0,3	1,7	2,6
Rusya	8,1	5,6	-7,8	4,0	4,3	3,4	1,3	0,6
Çin	13,0	9,0	9,2	10,3	9,2	7,7	7,8	7,4
Hindistan	9,3	7,3	6,8	10,1	7,2	4,7	6,9	7,2
Brezilya	5,7	5,1	-0,6	7,5	2,7	1,0	2,7	0,1
AB	3,1	1,1	-4,2	1,8	1,6	-0,3	-0,5	0,9

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü (2010-2015)

Tablo 1’de 2007-2014 dönemine ait dünya genelinde ve seçilmiş bazı ülkelerde büyüme oranları verilmiştir. Tabloyu incelediğimizde, küresel kriz etkilerinin en fazla hissedildiği 2009 yılında dünya ekonomisinin %0,7 küçüldüğünü, 2010 ve 2011 yıllarında toparlanarak sırasıyla %5,3 ve %3,9 oranında büyüdüğünü, 2012 ve 2013 yıllarında ise büyüme oranının göreceli bir yavaşlamayı tecrübe ederek %3,2 ve %3,4’e kadar gerilediğini görebiliriz. 2014 yılındaki büyüme bir önceki yılı tekrarlayarak %3,4 olmuştur.

Aşağıda Tablo 2’ye göre işsizlik oranları gelişmiş ülkelerde krizle birlikte yaklaşık 3 puan artarak %5,8’den, %8’e yükselmiştir. Genel olarak 2010 yılındaki görece toparlanmanın etkisi ile işsizlik oranında az olsa da düşüş görülmüştür. İşsizlik oranı Euro Bölgesi’nde krizi takiben ilk defa 2010 yılında %10 sınırının üstüne çıkmış, 2012 ve 2013 yılında işsizlik oranında artış devam etmiştir.

Tablo 2: 2007-2014 Yılları Arasında Seçilmiş Ülkelerde İşsizlik Oranları

(%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gelişmiş Ülkeler	5,4	5,8	8,0	8,3	7,9	8,0	7,9	7,3
ABD	4,6	5,8	9,3	9,6	9,0	8,1	7,4	6,2
Almanya	8,4	7,2	7,4	7,1	6,0	5,5	5,3	5,0

Fransa	8,3	7,9	9,4	9,8	9,7	10,2	10,8	10,2
İtalya	6,1	6,8	7,8	8,4	8,4	10,6	12,2	12,8
Yunanistan	8,3	7,6	9,4	12,5	17,3	24,2	27,3	26,3
Portekiz	8,0	7,6	9,5	12,0	12,7	15,7	16,3	15,7
İspanya	8,3	11,3	18,0	20,1	21,6	25,0	26,4	24,5
Japonya	3,8	4,0	5,1	5,1	4,5	4,4	4,0	3,6
İngiltere	5,4	5,6	7,5	7,9	8,0	8,0	7,6	6,2
AB	4,6	7,6	9,4	10,1	10,1	11,4	12,1	11,6

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü (2010-2015)

Minsky, Finansal İstikrarsızlık Teorisi'nde ekonomik birimlerin finansman sağlamak için başvurduğu yöntemlerin finansal kırılganlık üzerinde etkisi olduğunu söylemişti. Minsky'nin bu öngörüsü 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizde kendini göstermiştir. Bol kredi, düşük faiz oranları ve yükselen konut fiyatları karşısında kredi verme standartları, özellikle alt gelir grubunun alamayacağı pahalılıktaki evleri satın alabilmeleri yönünde gevşetilmiştir. Kriz başlangıcında finansal sisteme fazlasıyla yayılan aşırı borçlu ponzi birimlerin çöküşü, hedge durumda olanları da peşinden sürüklemiştir. Borçların geri dönüşünde yaşanan sıkıntıları aşmak için bahse konu varlıkların satışları hızlanarak fiyatlarında büyük düşüşler yaşanmıştır (Knell, 2012: 4). Bu durumda halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisi kullanıcılarının ellerindeki evlerin değeri, kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır. Dolayısıyla bu kişiler kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Bu nedenle zararlar bir mali kuruluştan diğerine yayılarak büyümüş ve mali sistemin temel taşları niteliğindeki kuruluşların iflasına yol açmıştır.

Yaşanan bu gelişmeler finansal sistemin kırılganlığını büyük ölçüde artırmıştır. Normal genişleme zamanlarında yüksek firma karları, faaliyetlerin göreceli olarak daha güvenli iç kaynaklarla finanse edildiği anlamına gelmektedir. Ancak, 1990'ların ve 2000'lerin genişlemeleri esnasında, firmalar aksine önemli ölçüde dış kaynak kullanımına yönelmişler ve borç rasyoları büyümüştür. Özellikle 2005 yılından sonraki dönemde çok fazla yüksek riskli tahviller çıkarılmıştır. Minsky, kısa dönemli konut kredilerinin 1929 Büyük Dünya Buhranına yol açtığı inancının, konut finansmanı ile ilgili reformların yapılma nedeni olduğunu ileri sürmüştü. Ancak yapılan reformlar ve spekülasyon genişlemelere yol açan konut kredisi finansmanındaki yenilikler, küreselleşmenin de etkisiyle ulusal sınırları aşarak daha fazla birimin, hatta sağlam olduğu düşünülen birimlerin dahi yıkımına neden olmuştur (Bocutoğlu, 2010:23).

Minsky, ekonomide istikrarsızlığı azaltıcı bazı politika önerileri geliştirmiştir. Ona göre, 1929 Krizi'nin temel nedeni dünya genelinde merkez bankası müdahalelerinin sınırlı kalması ve hükümetlerin ekonomide daha az rol üstlenmesidir. Son derece karmaşık ve dinamik yapıya sahip bir kapitalist ekonominin doğal istikrarsızlığını kontrol altına alabilmek için büyük devlet ve nihai kredi mercii büyük bir banka gereklidir. Bu doğrultuda, 1950-1970 döneminde yaşanan ekonomik başarının altında yatan başlıca etkenin, müdahaleci kamu politikalarının konjonktürel dalgalanmaların etkisini azaltmasına bağlamıştır (Şen ve Altay, 2010:174).

Kamu harcamaları istikrarsızlığı azaltabilecek bir politika aracı olarak kullanılması son derece önemlidir. Kamu harcamalarının yaratacağı çarpan etkisi ile milli gelir ve istihdam üzerinde daha geniş etkiler yaratılarak ekonomide dalgalanmalar azaltılabilir. Ayrıca kamu harcamalarından kaynaklanan nakit döngüsü ile özel sektörün borçlarını ödeyebilmesine katkı sağlanabilir. Kamu harcamalarının finansal istikrarsızlıkların önüne geçilmesi noktasında yetersiz kaldığı durumlarda ise merkez bankası en son ödünç veren rolünü oynayarak istikrarsızlığın yayılma etkilerini başlamadan engelleyebilir (Tokucu, 2012: 205).

Minsky'e göre (1992b: 12), devlet müdahaleleri sadece kamu harcamaları ve merkez bankası politikaları ile sınırlı kalmamalıdır. Örneğin, asgari ücret politikası ile ücretlerin ve fiyatların keskin bir şekilde düşmesi engellenerek ekonomide yaşanacak olan bir durgunluğun önüne geçilebilir. Böylece, ekonomideki borçlar, tüketim düzeyi ve yatırımlar üzerinde etkiler yaratılarak sistemde ortaya çıkabilecek dalgalanmaların etkisi azaltılabilir.

Minsky'nin önerilerine rağmen, 2008 krizinden önce düzenleyici ve denetleyici kuruluşların tedbir almada gecikmeleri, özensiz konut kredilerinin artması, menkul kıymetleştirme yani likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satımı yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesi işlemlerinin çoğalması, finansal piyasanın denetimsizliği ve saydam olmaması, kredi derecelendirme kuruluşlarının hedef saptırması gibi nedenler ön plana çıkmaktaydı (Alantar, 2008: 1).

Minsky, 1995 (Sy:13) yılında yayımlanan *Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism* adlı makalesinde adeta 2008 küresel krizi öngörerek; çok katmanlı finansal yapı içerisinde sürekli artan riskli finansal inovasyonların istikrara bir tehdit olabileceğini söylerken, istikrarsızlığın kapitalizmin doğasına özgü olsa da, regülasyonlar yoluyla bunun kronikleşmesinin önüne geçilebileceğini söylemiştir. Ancak, bu öngörüye rağmen finansal sistemde alınmayan önlemler nedeniyle 2008 yılında başlayan ve günümüzde dahi etkilerini sürdüren dünya çapında yıkıcı bir ekonomik kriz yaşanmıştır.

SONUÇ

1980'li yıllar itibariyle dünya genelinde uygulanan ekonomide dışa açılma politikaları, sonraki yıllarda ise sermayenin de serbestçe dolaşımı ile beraber ülkeler arasındaki ilişkiler daha fazla yoğunlaşmıştır. Küreselleşme sonucu ortaya çıkan sıkı ilişkiler bir ülkedeki sorunun diğerine kolayca sıçramasını kolaylaştırmıştır.

Post-Keynesyen bir iktisatçı olarak Hyman Minsky, kapitalist sistemlerin, doğası gereği istikrarsız bir yapıda olduğu üzerine çalışmalar yapmıştır. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi bu çalışmaların başında gelir. İkili fiyat sistemi, belirsizlik, paranın önemi, finansman edinme yöntemleri gibi etkenlerin finansal kırılganlık üzerinde önemli etkileri olduğunu söyleyerek, finansal sistemdeki bir olumsuzluğun zaman içinde reel kesime yansıdığını belirtmiştir.

Minsky, servetin giderek arttığı dönemlerde, firmaların nakit akışlarının yükseldiğini ancak buna paralel olarak firma borçlarının da arttığını ve sonunda borçların, karla ödenemeyecek seviyelere yükseldiğini söylemiştir. Uzun süren istikrarlı dönemlerde ekonomik birimler daha çok gelir elde etme amacıyla daha çok risk almaktadırlar. Çünkü bu dönemlerde faiz oranları çok düşük seviyelerde olup, daha kolay borçlanılıp daha fazla risk altına girilebilir. Bunun yanında borçlarını, elde ettikleri gelirleri ile ödeyemeyecek duruma gelen birimler daha fazla borçlanma yoluna giderler. Kendilerine kredi sağlayan banka ve finans kuruluşları, zamanla durumun farkına varıp, kredi musluklarını kısımaya başladıklarında ve merkez bankaları da bu gelişmeleri kapitalizmin serbestisi içinde görüp, sisteme müdahale etmekte gecikirlerse kriz kaçınılmaz olmaktadır.

Minsky'nin yukarıda bahsettiği borç döngüsü 2000 yılından itibaren ekonomik birimler üzerinde yaşanmaya başlamıştır. ABD Merkez Bankası'nın 2003 yılında aldığı faiz indirimi kararı adeta krizin habercisi olmuştur. Gayrimenkul fiyatları gittikçe arttığı için, kredi isteyenlere, ödeme gücüne bakılmaksızın mortgage kredisi verilmiştir. Sonraki dönemde borçlar ödenemez veya yeni borç bulunamaz hale gelince, eldeki varlıkların satışları hızlanarak fiyatlarında büyük düşüşler yaşanmıştır.

Sonuç olarak, 2007 yılı ortalarında ABD konut sektörü kaynaklı olarak finansal sistemde başlayan, daha sonra reel kesime sıçrayan ve dünya geneline yayılan bir kriz yaşanmıştır. Krizin başlaması, yayılması ve sonuçları Minsky'nin öngörüsünün ne kadar doğru olduğunu ortaya çıkarmıştır. Özellikle alt gelir grupları gelirlerinden fazla borçlandırılarak ekonomide çok sayıda aşırı borçlu Ponzi biriminin oluşmasının önü açılmıştır. Kriz başlangıcında finansal sisteme fazlasıyla yayılan aşırı borçlu Ponzi birimlerin çöküşü, Hedge durumda olanları da peşinden sürüklemiştir. Sonuçta hem borç verenler hem de borç alanlar bütün sistemi bir finansal krize sürüklemiştir. Kriz dünya genelinde üretim daralmaları ile beraber çok sayıda firmanın kapanmasına neden olmuştur. İşsizlik rakamları artmış büyüme rakamları negatif oranlara dönmüştür.

Minsky finansal sistemde yaşanan sıkıntıların regülasyonlar ve uygun para politikaları ile etkilerinin giderilebileceğini belirtse de, ekonomik birimlerin para kazanma isteği ve hırsı, krizlerin engellenmesi önündeki en büyük etkenlerden biri olmuştur. Minsky, 1996'daki vefatından önce, kapitalizmin çok yakında küresel ölçekte bir krizle karşılaşacağını söylemiştir. 2007 yılında ABD emlak piyasasında başlayıp, 2008'de küresel bir nitelik kazanan hem finansal, hem de reel kesim üzerinde yıkıcı etkileri olan küresel ekonomik kriz yaşanmıştır. Bu kriz bizlere, Minsky'nin öngörüsünün ne kadar doğru olduğunu göstermiştir.

KAYNAKÇA

- Alantar, Doğan (2008), “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, *Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü*.
- Ballard, Bill (1995), “How Keynes became a Post Keynesian”, *Journal of Post Keynesian Economics*; Spring95, Vol. 17 Issue 3, p.325.
- Bocutoğlu, Ersan (2010), “Hyman P. Minsky’nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Küresel Krizini Açıklamaya Uygun mu? Heterodoks Bir Değerlendirme”, *Bankacılar Dergisi*, Yılı:21, Sayı:75, ss.3-33.
- Crotty, R.J. (1990), “Owner-Manager Conflict and Financial Theories of Investment Insatiability: A Critical Assessment of Keynes, Tobin, Minsky”. James R. Crotty Archive Papers (<http://people.umass.edu/crotty/archive.html>) 08.04.2015
- Davidson, Paul, (1991), “Is Probability Theory Relevant for Uncertainty?, A Post Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 5, Number 1, Winter 1991, P.129–143
- Davidson, Paul, (2011), *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-First Century*, Second Edition, Aldershot:Edward Elgar
- Dymski, G. ve Pollin, R. (1992), *Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm*, Steven Fazzari and Dimitri B.Papadimitriou (der.), Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky, M.E.Sharpe, New York, USA.
- Filho, Fernando Ferrary ve Octavio Conceição (2005), “The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics”, *Journal of Economic Issues*, Vol. XXXIX, No. 3 September 2005, p.579-594.
- Fontana, Giuseppe, (2006), “Keynesian Uncertainty and Money”, Phillip Arestis ve Malcolm Sawyer (der.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Aldershot:Edward Elgar, 438-454.
- Holt, R. ve Presmann, S. (2001), *A New Guide To Post Keynesian Economics*, Routledge London and Newyork.
- IMF, World Economic Outlook, April 2010, *Rebalancing Growth*.
- IMF, World Economic Outlook, September 2011, *Slowing Growth, Rising Risks*.
- IMF, World Economic Outlook, April 2012, *Growth Resuming, Dangers Remain*.
- IMF, World Economic Outlook, April 2013, *Hopes, Realities, Risks*.
- IMF, World Economic Outlook, April 2014, *Recovery Strengthens, Remains Uneven*.
- IMF, World Economic Outlook, April 2015, *Uneven Growth Short- and Long-Term Factors*.
- Knell, M. (2012), Schumpeter, Minsky and the Financial Instability Hypothesis, *NIFU Nordic Institute for Studies in Innovation*, p.1-21.
- Lee, Frederic S. (1999), *Foundations of Post Keynesian Price Theory*, Cambridge University Press: Cambridge, UK
- Minsky, Hyman P. (1982), *Can It Happen Again?: Essays On Instability and Finance*, New York: M.E. Sharpe.
- Minsky, Hyman P. (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper, No.74.
- Minsky, Hyman P. (1992b), *The Structure of Financial Institutions and the Dynamic Behavior of*

- the Economy*, Hyman P. Minsky Archive, Paper 178, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/178 (01.08.2016).
- Minsky, Hyman P. (1993), *Finance and Stability: The Limits of Capitalism*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard Collage, Working Paper, 93.
- Minsky, Hyman P. (1995), *Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism*, Hyman P. Minsky Archive. Paper 69.
- Minsky Hyman P. (1996), *Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies*, The Jerome Levy Economics Institute Working Paper ,no.155, 1996.
- Ferri Piero ve Minsky Hyman P., (1991). “Market Processes and Thwarting Systems”, *The Jerome Levy Economics Institute*, No.64, pp.1–30.
- Şen Ali ve Altay Hüseyin (2010), “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal Kriz”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(1), ss.163-179.
- Smithin, John (2003), *Controversies in Monetary Economics*, Revised Edition, Edward Elgar Publishing Company.
- Tokucu, Erkan (2012), “Hyman Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler Ve Çözüm Önerileri”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt 67, No. 2, ss. 189-212.
- Weber, Axel A. (2008). “Financial Market Stability”, *London School of Economics*, London, p.1–17.